

恒星科技(002132)调研报告

推荐

行业回暖拉动企业增长，增发扩产力助公司腾飞

首次评级

原材料/金属制品

2009 年 10 月 17 日

投资要点:

- 河南恒星是全国最大的镀锌钢丝、钢绞线生产厂家，河南省最大的子午轮胎用钢帘线生产厂家，属于钢材深加工类型企业。公司主要生产“恒星牌”子午轮胎用钢帘线、胶管钢丝、镀锌钢丝与钢绞线、锌-5%铝-稀土合金镀层钢丝与钢绞线、预应力钢丝与钢绞线。
- 钢帘线目前产能为 4 万吨，预计全年的产量在 3 万吨。公司此次增发的项目也是要扩大此项产能，扩产 50%，预计产量将达到 6 万吨，达产后钢帘线项目每年可为公司新增销售收入超过 2 亿元（不含税）。
- 镀锌钢绞线的市场占有率接近 30%。公司目前销售的对象主要为国家电网公司和南方电网公司，销售业务稳定。2009 年上半年，在经济低谷期，公司通过自身的技术优势和成本优势迅速扩大市场占有率，一度攀升至 50%。公司目前设计产能为 20 万吨，预计今年产量为 15-16 万吨，同比增长 40%。
- 公司参与增发的风神股份 12 月 28 日解禁，此项投资收益超过 1 亿元；公司三季度收到退税近 1800 万元，虽然未来此项政策可能取消，但是公司由于招收大量残疾人而受到当地政府补贴。
- 公司半年报披露前三季同比将增长。预计公司下半年两个季度的产销持平，单季度每股收益在 0.14 元。
- 预计公司 2009、2010、2011 年的营业收入分别为 11.96 亿元、15.54 亿元、17.87 亿元。EPS 分别为 0.40 元、0.60 元、0.70 元。基于对公司未来发展的预期、对未来增发推动效果和良好的企业社会责任的判断，给予公司“推荐”的评级，公司业绩稳定增长，建议长期持有。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	101,309	28.80	7,805	(5.78)	0.32		34.1	
2009E	119,545	18.00	9,840	26.07	0.40		27.3	
2010E	155,408	30.00	14,713	49.53	0.60		18.2	
2011E	178,719	15.00	17,154	16.59	0.70		15.6	

走势图



市场数据

2009/10/16

收盘价:	10.92 元
52 周最高价:	12.05 元
52 周最低价:	3.55 元
平均持仓成本:	10.86 元

基本数据

2009Q2

总股本 (万股):	24,462
流通 A 股 (万股):	24,462
每股收益 (元):	0.11
每股净资产 (元):	3.09
每股经营现金流 (元):	(0.53)
市净率:	3.49

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

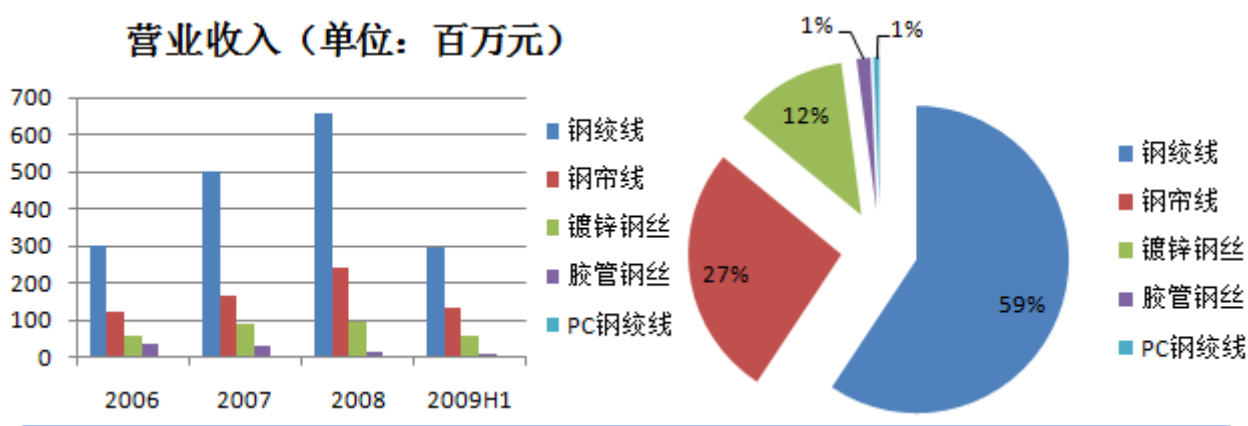
(邮编 200002)

一、 公司基本情况

河南恒星科技股份有限公司创建于 1995 年，位于河南省巩义市，是河南省大型重点企业，全国最大的镀锌钢丝、钢绞线生产厂家，河南省最大的子午轮胎用钢帘线生产厂家，属于钢材深加工类型企业。公司主要生产“恒星牌”子午轮胎用钢帘线、胶管钢丝、镀锌钢丝与钢绞线、锌-5%铝-稀土合金镀层钢丝与钢绞线、预应力钢丝与钢绞线。钢帘线主要应用于汽车轮胎的生产，钢绞线、镀锌钢丝主要应用电力领域，PC 钢绞线主要应用于桥梁、建筑等领域。

目前，公司生产钢绞线和钢帘线的原材料供应商为宝钢、武钢等大型钢铁企业，其中部分出口型产品的原材料同样需要进口购买。销售环节中，公司每月初根据客户的采购计划并结合公司供销情况，在与客户确认购销数量及金额后，签署订单并执行，避免制造型企业的高价库存可能带来的风险。

图表 1. 2006 年至今分产品营业收入



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

二、 行业基本格局

1. 轮胎行业发展拉动钢帘线需求

钢帘线主要运用于子午线轮胎的胎体骨架层、钢丝带束层、胎侧增强层及胎圈包布等部位。钢帘线产业的下游是轮胎产业，并间接辐射到轮胎下游行业汽车工业。随着国家刺激经济计划的推进，社会基础投资力度不断加大，国内汽车、工程机械等行业快速复苏，物流运输情况也迅速好转，促使国内轮胎行业景气度明显回升。

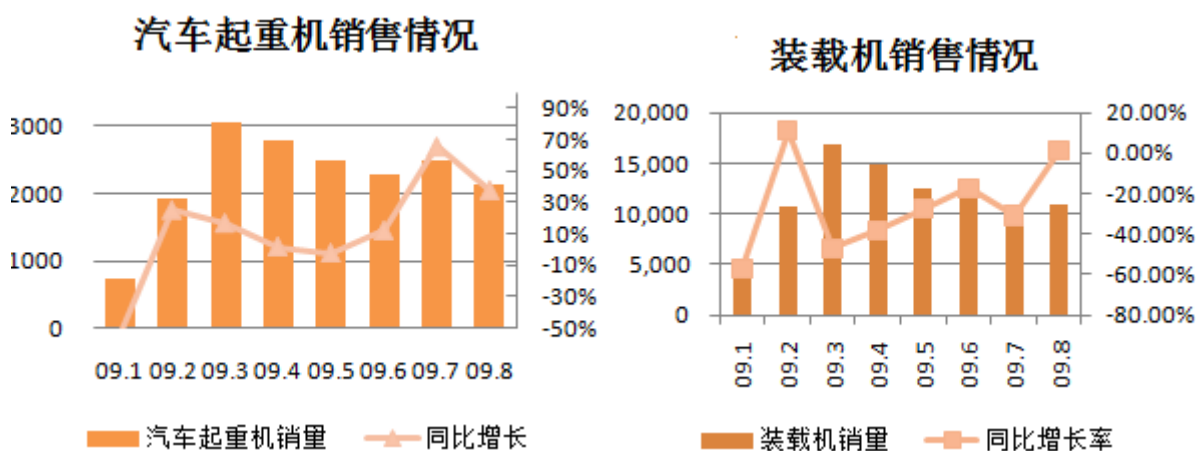
轮胎产量由 2000 年的 1.01 亿条增加到 2008 年的 3.43 亿条，高性能子午线轮胎的比重由 2000 年的 29.2%增加至 2008 年的 76.7%。为轮胎配套的钢帘线产

量不断翻番，钢帘线需求量由 2000 年的 6.4 万吨增加到 2008 年的 90 万吨。

从细分市场看，国内市场受到“4 万亿”投资拉动，工程机械行业还处在同比下降的水平，但是轮式挖掘机、起重机、装载机等已经开始快速回升乃至高速增长，由于此项不在美国此次“轮胎特保案”（美国总统奥巴马 9 月 11 日决定，对从中国进口的所有小轿车和轻型卡车轮胎实施为期 3 年的惩罚性关税，关税税率第一年为 35%，次年为 30%，第三年为 25%。）的征收范围之内，所以对我国工程机械用轮胎的出口并未产生特别的影响；汽车用轮胎国内市场跟随汽车行业的快速拉升，而由于美国“特保案”，使得我国向美国出口受到巨大的影响。

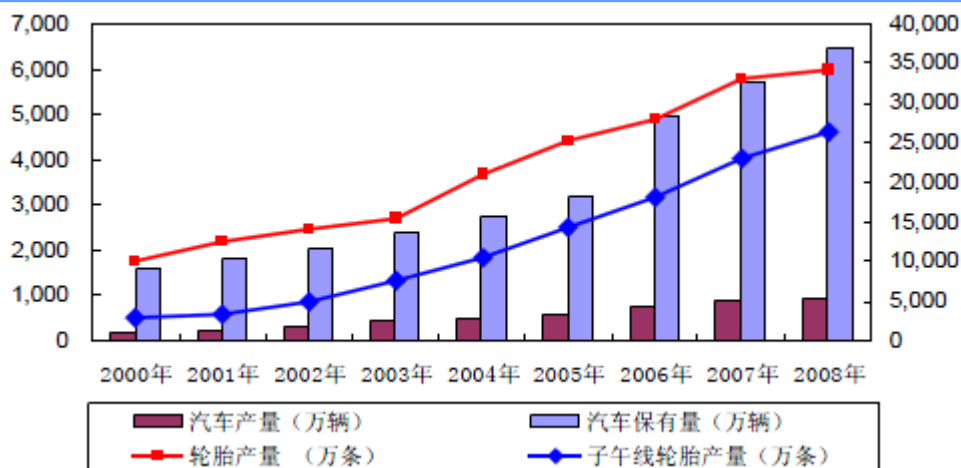
图表 2. 汽车起重机销售情况

图表 3. 装载机销售情况



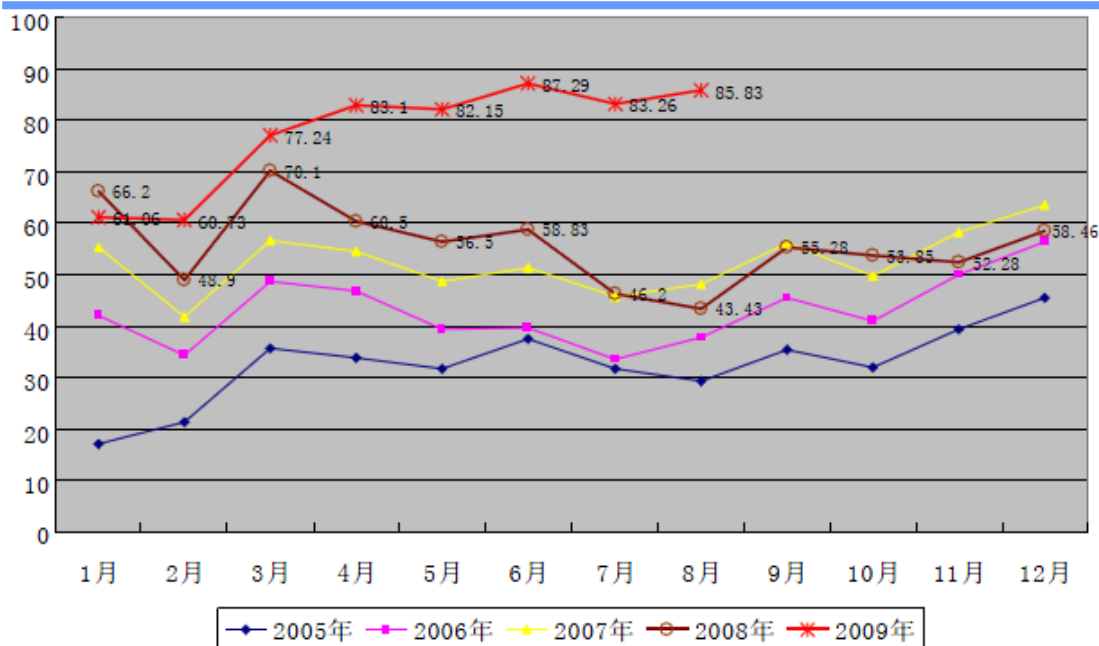
资料来源：中国工程机械工业协会

图表 4. 轮胎行业发展情况



数据来源：中国汽车工业协会，东北证券金融与产业研究所

图表 5. 2005-2009 乘用车月度销售



数据来源：中国汽车工业协会，东北证券金融与产业研究所

图表 6. 未来 5 年轮胎、子午线胎及子午化率发展预测

年 份	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
轮胎产量/万条	34,300	37,000	39,000	42,000	42,000
子午线轮胎量/万条	26,300	30,000	32,000	35,000	37,000
子午化率 /%	76.7	81.1	82.1	83.3	88.1

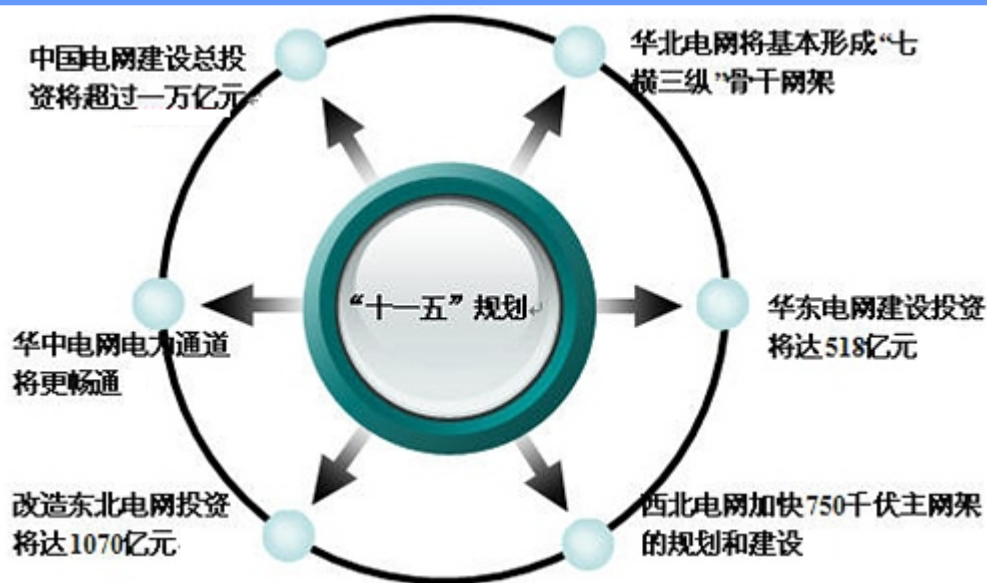
数据来源：郑州金属研究院统计资料，东北证券金融与产业研究所

2. 电力行业发展拉动钢绞线需求

镀锌钢丝实际上是生产钢绞线的原材料，经过绞制工艺处理，得到钢绞线。钢绞线主要用于吊架、悬挂、通讯电缆、架空电力线以及固定物件、栓系等，是电力部门常用钢材。

目前，我国还处在电网大力发展的阶段。根据国家“十一五”电网规划以及2020年远景目标，“十一五”期间国家电网公司将新增330千伏及以上输电线路6万公里，到2010年，跨区输电能力将达到4000多万千瓦，预计总投资额将超过10000亿元。

图表 7. 电网“十一五”发展规划



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图表 8. “十一五”电网投资规划及变动情况

单位：亿元

	国网(原计划)	南网(原计划)	合计	国网(新增)	南网(新增)	总投资
2006	1893	199	2092			
2007	2254	197	2451			
2008	2520	480	3000			
2009E	2800	660	3460	3000	300	6760
2010E	2683	804	3487	3300	300	7087
投资总额	12150	2340	14490	6300	600	21390

资料来源：东北证券金融与产业研究所

未来两年国家电网和南方电网的具体新规划主要包括：国家电网跨国、跨地区联网工程，以及 750 千伏、550 千伏主网架工程投资计划、国家电网大型水电、煤电、风电送出工程投资计划、国家电网城农网建设和改造投资计划、国家电网提高抗灾能力投资计划、南方电网电源送出工程、联网工程和主网架工程投资计划等。

图表 9. 2009-2010 年各区域电网

地区		投资规模（亿元）
西北地区	“十一五”西宁投资亿元建设电网	55.54
	“十一五”宁夏重点打造特高压	117.46
东北地区	“十一五”黑龙江投资百亿建统一电网	122
华北地区	“十一五”天津投资百亿元强化电网	438
	2009-2010 年北京电网投资	703
	2009-2011 年山西电网建设	310
华中地区	“十一五”湖北电网投资	560
	“十一五”湖南电网发展规划	350
华东地区	2009-2010 年上海电网投资	735
	“十一五”江苏电网投资	1000
	“十一五”浙江电网投资	500
西南地区	“十一五”四川将构建特高压经济走廊	365.8
华南地区	2009-2010 年广西投资电网额度分析	350
	“十一五”海南电网改建投资	80

资料来源：东北证券金融与产业研究所、中国产业竞争情报网

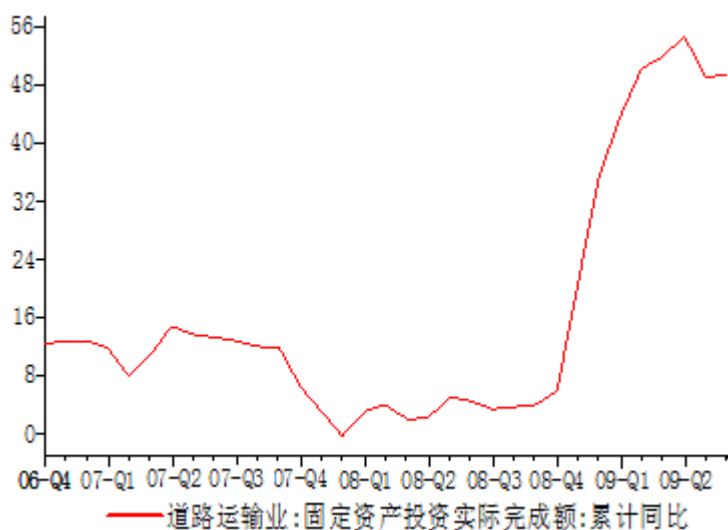
2009 年，国家将继续支持增强电网抗灾能力，还将重点支持青藏联网和中西部地区县级以上城市电网改造；继续推进皖电东送、川电东送、葛沪直流改造、西南水电送出、宁东和呼伦贝尔、锡林郭勒盟煤电外送等工程。适当启动新疆联网工程，配套建设大型风电基地送出输变电工程。在海南联网一期工程预计 2009 年投产基础上，将积极推进该工程的二期建设。

电网的建设将直接拉动对钢绞线的需求。近几年我国电网投资全行业将保持在 10%-20% 的增速，钢绞线行业将直接受益。

3. 基础设施建设拉动 PC 钢绞线需求

预应力钢绞线又称 PC 钢绞线，作为新型建材属于国家鼓励发展的产品。主要用于道路、桥梁中预应力钢筋混凝土中，还用于大型国际机场、水利大坝建设、核电站混凝土防护墙及高层建筑，其市场规模随着固定资产投资增长而不断扩大。

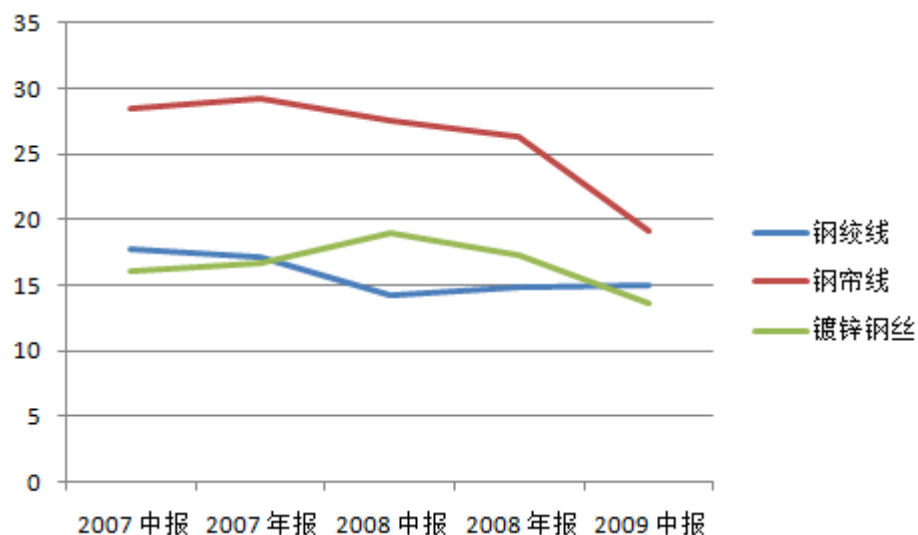
图表 10. 2007-2009 道路固定资产投资累计同比增加额



资料来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

三、 公司主营业务分析

图表 11. 主营产品毛利水平



资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

公司由于今年上半年为了争取市场下调了部分产品的价格,同时由于消化去年年底的部分库存,导致今年上半年钢帘线的毛利率水平下滑,预计全年将回复到 22%-24%的水平。钢绞线和镀锌钢丝基本稳定在 15%左右的水平。钢帘线成为公司盈利能力最强的资产。

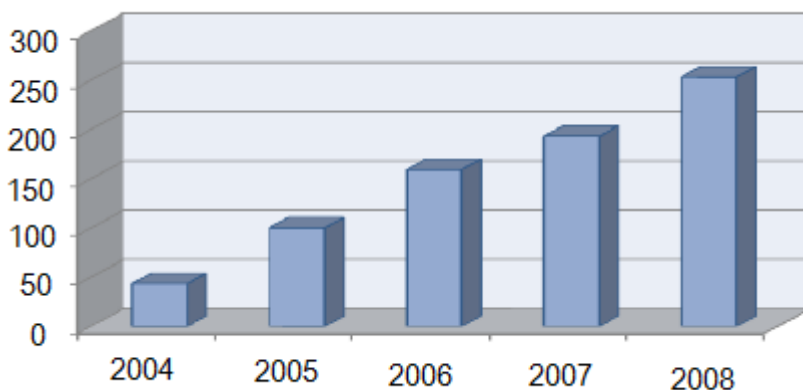
1. 钢帘线

钢帘线作为公司主营产品之一，成为公司盈利能力最强的资产。公司目前产能为4万吨，上半年未能满产，下半年目前已经达到设计产能，预计全年的产量在3万吨。公司此次增发的项目也是要扩大此项产能，扩产50%，预计产量将达到6万吨。钢帘线产品的生产制造要求的技术水平高，相对来说公司钢帘线产品毛利较镀锌钢丝、钢绞线产品毛利高出10%左右；达产后钢帘线项目每年可为公司新增销售收入超过2亿元（不含税），年化新增利润5000万元左右。

公司参加我国轮胎生产企业龙头之一的风神轮胎股份有限公司的增发，进一步打通产业链条，使得公司产能的扩张能够迅速被市场消化，并与本公司达成长期供货合作关系。2009年风神公司新增15万条子午工程胎轮预计将优先使用公司的产品，有助于此项新增产能的消化。公司与风神轮胎、杭州中策、青岛双星、青岛软控、山东恒丰、北京首创等知名子午轮胎生产企业形成了稳定的合作伙伴关系，在钢帘线生产领域取得了良好的声誉，2008年钢帘线产品销售收入仍比2007年增长了46.66%。

下游的轮胎企业中只有杭州中策有20%左右出口美国的轮胎，而杭州中策所占公司此项销售收入不足5%，合计影响小于1%；其余几家企业并未受到“轮胎特保案”影响。

图表 12. 2004-2008 年公司钢帘线销售收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2. 镀锌钢绞线

作为公司的传统产品镀锌钢绞线仍将占据公司收入的半壁江山。2008年，公司此项业务的市场占有率接近30%。公司目前销售的对象主要为国家电网公司和南方电网公司，销售业务稳定。2009年上半年，在经济低谷期，公司通过自身的

技术优势和成本优势迅速扩大市场占有率，一度攀升至 50%。同时，由于此项领域涉及到安全、电力等多个部门的管理，所以能否获得生产许可证将成为进入该领域的第一道门槛。目前，每万吨产能的投资在 1-2 亿元，所以资金规模的需求往往成为进入该领域的另外一道门槛。短期内，尚无企业能够撼动公司的地位。公司目前设计产能为 20 万吨，预计今年产量为 15-16 万吨，同比增长 40%，明年将全部达产后。随着价格和产量的提升，公司此项业务的盈利能力也将继续增强。

3. PC 钢绞线

公司通过自筹资金联合投资“河南恒星钢缆有限公司”，注册资本 1.2 亿元，公司占有 51% 的股份，其主要产品 PC 钢绞线用于基础设施中铁路、桥梁等的建设。已建立产能 5 万吨，今年产量 3 万吨。项目分为二期，每期建设产能 15 万吨，2010 年项目建设完毕，全部达产产能达到 30 万吨。由于目前规模较小，所以暂时在收入中占比尚小，但是此项业务将成为公司未来利润的重要增长点之一。

四、 其他相关分析

1. 税收优惠增益添彩

2009 年公司被认定为高新技术企业，自 2008 年开始连续三年享受国家关于高新技术企业的有关优惠政策，企业所得税按照 15% 征收。虽然公司下属企业恒星金属制品有限公司享受的免征企业所得税和增值税先征后返的税收优惠政策将取消，但是地方政府继续按照残疾人职工给予补贴。企业不但完成其良好的社会责任，同时也受到了政府相应的扶植，可谓一举双赢。

2. 参与增发，打通下游，获利颇多

公司在 2008 年 12 月 29 日参与风神股份定向增发 1000 万股，增发价格为 5.03 万元，持股比例 2.67%。参与此次增发，不仅打开了公司下游销售的渠道，同时也为公司增加了大量的投资性收益。截止 10 月 15 日，风神股份的价格超过 16 元，投资收益超过 1 亿元。暂不考虑风神股份的自身收益，仅此一项公司的收益将达到 0.4 元。

五、 假设与估值

1. 假设公司产能按照图表 13 进行生产和销售；
2. 假设钢帘线毛利率回复到 23%、钢绞线 15%的水平；
3. 假设公司下半年两个季度的产销持平，单季度每股收益在 0.14 元；

图表 13. 2009-2011 预计未来公司产量

产量 (万吨)	钢帘线	镀锌钢绞线和钢丝	PC 钢绞线
2009E	3.00	15.00	3.00
2010E	5.22	21.60	12.00
2011E	8.00	22.95	24.00

资料来源：东北证券金融与产业研究所

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	516.59	786.55	1013.09	1195.45	1554.08	1787.19
增长率(%)	31.56%	52.26%	28.80%	18.00%	30.00%	15.00%
归属母公司股东净利润	53.70	82.83	78.05	98.40	147.13	171.54
增长率(%)	59.15%	54.25%	-5.78%	26.07%	49.53%	16.59%
每股收益(EPS)	0.220	0.339	0.319	0.402	0.601	0.701
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.017	0.007	0.010	0.012
销售毛利率	20.73%	19.43%	17.87%	16.00%	16.00%	16.00%
销售净利率	11.21%	11.35%	7.71%	8.23%	9.47%	9.60%
净资产收益率(ROE)	22.74%	13.34%	11.22%	12.42%	15.71%	15.52%
投入资本回报率(ROIC)	26.25%	23.48%	16.59%	13.46%	15.49%	23.76%
市盈率(P/E)	50.11	32.48	34.48	27.35	18.29	15.69
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.002	0.001	0.001	0.001

预计公司 2009、2010、2011 年的营业收入分别为 11.96 亿元、15.54 亿元、17.87 亿元。EPS 分别为 0.402、0.601、0.701 元。基于对公司未来发展的预期和对未来增发推动效果的判断，给予公司“推荐”的评级，公司业绩稳定增长，可以长期持有。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209